

JURNAL WIDYA MANAJEMEN & AKUNTANSI

Journal of Widya Management and Accounting

Volume 2 Nomor 1, April 2002

ARTIKEL

FX. AGUS JOKO WALUYO & HERMEINDITO KA'ARO

Analisis Pengaruh Kebijakan Deviden Serta *Leverage* Terhadap Keputusan Pendanaan

A. WIDODO PANDOWO

Analisis Hubungan Antara Rasio Harga Saham Terhadap Nilai Buku Perusahaan dan Imbal Hasil Saham Sebagai Dasar Penentuan Strategi Investasi

BAMBANG WIDJANARKO OTOK & SUHARTONO

Peluang Bisnis Pada Jasa Kereta Api dan Pesawat Udara (Suatu Kajian Statistik : Model *Intervensi* dan Fungsi Transfer)

YOHANES HARIMURTI

Pengukuran Nilai Sumber Daya Manusia Pada Lembaga Pendidikan Dengan *Compensation Model*

SOEDJONO ABIPRAJA

Pemberdayaan Masyarakat : Sebuah Strategi Memperkecil Kesenjangan Di Jawa Timur

TJITRA OENTOENG N.

Pengaruh Unsur-unsur Motivasi Terhadap Produktivitas Tenaga Kerja Perusahaan

JURNAL WIDYA MANAJEMEN & AKUNTANSI

Journal of Widya Management and Accounting

Volume 2 Nomor 1, April 2002

Redaksi	i
Daftar isi	ii
FX. AGUS JOKO WALUYO & HERMEINDITO KA'ARO	
Analisis Pengaruh Kebijakan Deviden Serta Leverage Terhadap Keputusan Pendanaan	1-21
A. WIDODO PANDOWO	
Analisis Hubungan Antara Rasio Harga Saham Terhadap Nilai Buku Perusahaan Dan Imbal Hasil Saham Sebagai Dasar Penentuan Strategi Investasi	22-31
BAMBANG WIDJANARKO OTOK & SUHARTONO	
Peluang Bisnis Pada Jasa Kereta Api dan Pesawat Udara (Suatu Kajian Statistik : Model <i>Intervensi dan Fungsi Transfer</i>)	32-48
YOHANES HARIMURTI	
Pengukuran Nilai Sumber Daya Manusia Pada Lembaga Pendidikan Dengan <i>Compensation Model</i>	49-60
SOEDJONO ABIPRAJA	
Pemberdayaan Masyarakat : Sebuah Strategi Memperkecil Kesenjangan Di Jawa Timur	61-69
TJITRA OENTOENG NOEGROHO	
Pengaruh Unsur-unsur Motivasi Terhadap Produktivitas Tenaga Kerja Perusahaan	70-86

Analisis Pengaruh Kebijakan Deviden Serta *Leverage* Terhadap Keputusan Pendanaan

Fx. Agus Joko Waluyo dan Hermeindito Ka'aro *

Abstract

This research reexamines and extends Kaaro' study (2001) that founded that there are significant relationships between leverage and dividend in high uncertainty conditions, but the association is disappear if business risk included in the model. This paper attempts to conduct Kaaro' study by including period analysis both in less uncertainty conditions and in high uncertainty conditions. Other attributes of pecking order theory also included in this study. This study supports Kaaro findings that there are significant associations between dividend and leverage in high uncertainty condition if business risk ignored. However, this study also finds that there are no strong relationship between dividend and leverage in less uncertainty condition even though the business risk variable is not included in the model. Other attributes that considered in this study partially support pecking order theory.

Key words: *leverage, dividend policy, balancing theory, pecking order theory, uncertainty conditions*

Pendahuluan

Keputusan pendanaan merupakan bagian penting dalam studi manajemen keuangan yang masih menjadi perdebatan hingga saat ini. Modigliani dan Miller (1958) mengemukakan proposisi dengan asumsi tanpa pajak dan pasar sempurna, nilai pasar perusahaan bersifat tidak tergantung pada keputusan pendanaan atau struktur modal melainkan ditentukan oleh kapitalisasi keuntungan yang diharapkan pada tingkat tertentu. Setelah unsur pajak dimasukkan dalam model pandangan mereka berubah, seperti dikutip oleh Brigham et al. (1999: 407-421), pada tahun 1963 studi Modigliani dan Miller (MM) yang kedua berargumentasi bahwa keputusan pendanaan melalui utang atau *leverage* akan meningkatkan nilai perusahaan karena bunga hutang mengurangi penghasilan yang terkena pajak. Pada studi selanjutnya, Miller (1977) selain mempertimbangkan unsur pajak penghasilan perusahaan juga mempertimbangkan pajak perseorangan (dengan asumsi pajak perseorangan progresif) yang diperoleh dari hutang, dalam kondisi ekuilibrium kembali mendukung studi MM yang pertama yang dikemukakan pada tahun 1958. Teori MM yang pertama juga mendapat dukungan empiris dari studi Black and Scholes pada tahun 1974 (dalam Chang dan Rhee, 1990). Argumentasi ini dikenal dengan *capital structure irrelevance theory*.

* Staf pengajar tetap Fakultas Ekonomi Unika Widya Mandala Surabaya

Beberapa studi empiris menunjukkan kontradiksi terhadap *capital structure irrelevance theory*. Studi empiris oleh Chang dan Rhee (1990) menunjukkan hasil yang bertentangan dengan teori MM. Kritik lain terhadap teori MM yang kedua bahwa nilai perusahaan dengan hutang lebih baik daripada perusahaan tanpa hutang berarti nilai perusahaan dengan 100% hutang akan lebih baik daripada perusahaan tanpa hutang. Perusahaan yang menggunakan 100% hutang, jarang dijumpai dalam praktik, hal tersebut karena terdapat *trade-off* antara manfaat penghematan pajak dengan biaya kebangkrutan dari penggunaan hutang (dalam Brigham et al. 1999: 376) yang dikenal dengan istilah *balancing theory* (Bayless dan Diltz, 1994).

Di sisi lain, terdapat argumentasi bahwa manajer seringkali memiliki informasi lebih baik daripada investor luar, sehingga terjadi informasi asimetris. Ada tiga teori yang mendasarkan pada informasi asimetris, yaitu *agency theory*, *signaling theory*, dan *pecking order theory*. Teori keagenan didasarkan pada fenomena bahwa konflik kepentingan terjadi bila ada pemisahan antara manajemen dengan pemilik. Manajemen sebagai agen dianggap cenderung bertindak melindungi dan memenuhi kepentingan mereka terlebih dahulu daripada memenuhi kepentingan pemilik. *Pecking order theory* mendasarkan pada urutan pendanaan dimulai dari laba internal, hutang, dan paling akhir adalah penerbitan ekuitas baru. Perusahaan yang menggunakan urutan pendanaan sesuai *pecking order theory* menurut *signaling theory* dianggap sebagai sinyal dari manajemen bahwa perusahaan memiliki prospek bagus, begitu pula sebaliknya. Gambaran tersebut menunjukkan bahwa tiga teori berbasis informasi asimetris dan *balancing theory* lebih mendekati fenomena riil, dalam penelitian ini difokuskan pada kombinasi dua teori, yaitu *balancing theory* dan *pecking order theory*, penentuan ini didasarkan pada argumentasi bahwa (a) kedua teori mengacu pada tujuan dari *theory of the firm* yaitu manajemen diasumsikan bertindak disiplin untuk memaksimalkan kemakmuran pemilik (Shyam-Sunder dan Meyers, 1999), sedangkan *agency theory* memiliki paradigma yang berbeda dengan *theory of the firm*, (b) *signaling theory* juga berfungsi sebagai komplemen dari *pecking order theory*, (c) *pecking order theory* tidak membahas risiko secara eksplisit, walaupun urutan pendanaan tersebut sesungguhnya didasarkan pada ketidakpastian prospek perusahaan di masa mendatang yang sesungguhnya dapat dianggap sebagai indikator risiko, (d) karena itu, *balancing theory* dimasukkan dalam pembahasan ini sebab secara eksplisit menunjukkan pertimbangan manajemen terhadap risiko penggunaan hutang dalam struktur modal, dan secara logis tidak hanya mempertimbangkan biaya kebangkrutan sebagai risiko yang ditanggung oleh pemilik perusahaan, tetapi juga risiko yang dihadapi manajer (kepentingan ini juga mengindikasikan konflik kepentingan dalam *agency theory*), karena bahaya kebangkrutan akan menyebabkan agen kehilangan pekerjaannya. Berdasarkan argumentasi ini tampak bahwa *balancing theory* secara implisit juga mengandung unsur *agency theory*.

Kedua teori dalam penelitian ini secara tegas menunjukkan bahwa struktur modal sebagai wujud dari kebijakan pendanaan memiliki implikasi penting terhadap nilai perusahaan. *Fisher separation theorem* memang secara tegas

memisahkan keputusan investasi dengan keputusan pendanaan (Copeland dan Weston, 1988: 12). Pada tahap pertama, manajemen mempertimbangkan prospek perusahaan yang akan datang dalam konteks keputusan investasi (penggunaan dana). Pada tahap selanjutnya manajemen akan memutuskan dari mana sumber pendanaan dapat diperoleh. Karena prospek perusahaan tidak secara eksplisit diketahui oleh investor luar, maka mereka berusaha menebak perilaku manajer dalam memilih jenis sumber pendanaan sebagai indikator prospek perusahaan di masa mendatang. Pengetahuan manajemen bahwa kebijakan pendanaan akan mendapat reaksi dari pasar, membawa implikasi apakah manajemen berlaku jujur (*honesty*) atau tidak (*dishonesty*) dalam menyampaikan sinyal informasi tentang prospek perusahaan. Relevansi kebijakan dividen dengan keputusan investasi juga menjadi perdebatan. Modigliani dan Miller (1961, dalam Brigham et al. 1999, 450) mengemukakan bahwa dividen tidak relevan terhadap nilai perusahaan (*dividend irrelevance theory*). Mereka berargumen bahwa nilai perusahaan hanya ditentukan oleh *expected earning* dan risiko bisnis, sehingga nilai perusahaan hanya tergantung pada pendapatan yang diharapkan dari *asset*, bukan pada bagaimana pendapatan didistribusikan pada dividen dan laba ditahan.

Berdasarkan penjelasan tersebut, penelitian ini berusaha menelaah lebih lanjut apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap keputusan pendanaan. Dalam analisis ini membutuhkan beberapa pertimbangan variabel analisis lain yang relevan yang mencerminkan prospek perusahaan. Prospek perusahaan dapat diproksi dari beberapa cara yaitu pertumbuhan perusahaan selama periode waktu tertentu (Barton et al, 1989; serta Chang dan Rhee, 1990), sedangkan konsep risiko perusahaan dapat diproksi dari varian atau deviasi standar *return on assets* atau *non-diversifiable risk* (Barton et al, 1989; Chang dan Rhee, 1990; serta Bayless dan Diltz, 1994). Bukti empiris menunjukkan bahwa tidak semua indikator prospek perusahaan dan risiko perusahaan memberikan hasil signifikan secara konsisten dalam mempengaruhi struktur modal.

Analisis yang dikembangkan dalam penelitian ini juga mengacu pada studi Kaaro (2001) yang melakukan analisis *leverage* dan dividen dalam lingkungan ketidakpastian yang menggunakan data pada periode ekonomi krisis 1998 dan 1999. Dalam penelitian tersebut membuktikan secara empiris bahwa di lingkungan yang tidak pasti, *leverage* dan dividen tidak memiliki korelasi yang kuat, sedangkan penelitian ini mencoba mempertimbangkan kondisi ekonomi normal pada periode 1995, 1996 dan ekonomi krisis pada periode 1997, 1998, dan 1999, pengembangan ini dimaksudkan apakah simpulan tersebut juga berlaku pada kondisi ekonomi normal dan menggunakan pengukuran variabel dengan pendekatan yang berbeda.

Tinjauan Pustaka

Keputusan pendanaan secara sederhana dapat diartikan sebagai keputusan manajemen dalam menentukan sumber-sumber pendanaan (dari modal internal dan modal eksternal). Modal internal dari laba ditahan, sedangkan modal eksternal berasal dari modal sendiri dan atau melalui utang. Proporsi penggunaan utang yang berbeban bunga terhadap ekuitas mencerminkan struktur modal perusahaan.

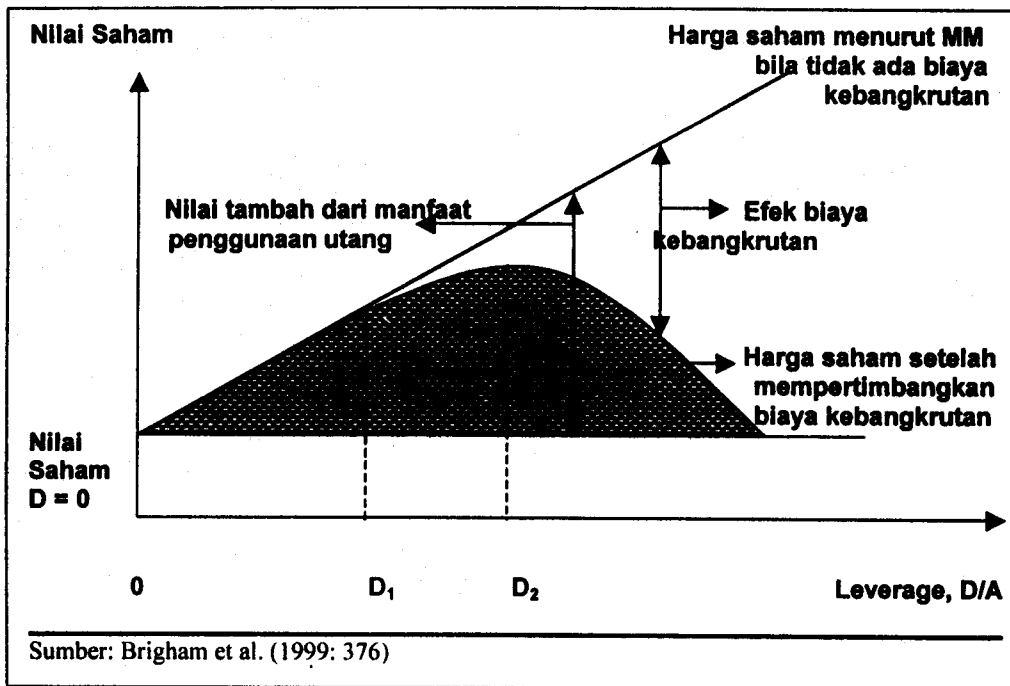
Pembahasan teori struktur modal pada penelitian ini difokuskan pada dua teori struktur modal yaitu *balancing theory* dan *pecking order theory*.

a. *Balancing Theory*

Kunci *balancing theory* adalah menyeimbangkan manfaat dan biaya dari penggunaan utang dalam struktur modal, sehingga disebut pula sebagai *trade-off theory* (Brigham et al. 1999: 376). Biaya penggunaan utang juga mencakup biaya kebangkrutan bila perusahaan dilikuidasi. Brigham menjelaskan *trade-off theory* atau *balancing theory* sebagai berikut:

1. Gambar 1 menunjukkan bahwa biaya utang mengurangi penghasilan yang terkena pajak sehingga lebih rendah dibandingkan biaya saham biasa. Argumentasi ini mendasari model MM kedua bahwa nilai perusahaan dengan utang akan maksimum bila perusahaan menggunakan 100% utang yang ditunjukkan oleh garis linear dengan asumsi tidak terdapat biaya kebangkrutan. Peningkatan utang meningkatkan risiko kebangkrutan, sehingga *bondholder* akan menentukan tingkat bunga lebih tinggi sebagai kompensasi peningkatan risiko.
2. Titik D₁ pada Gambar 1 menunjukkan ambang batas bahwa peningkatan biaya bunga yang diinginkan *bondholder* makin tinggi, dan biaya kebangkrutan dianggap menjadi material sehingga membatasi perusahaan dalam penggunaan utang.
3. Risiko kebangkrutan juga meningkatkan kekhawatiran *stockholder* terhadap biaya kebangkrutan. Pergerakan nilai perusahaan yang tercermin dari harga pasar saham setelah melampaui ambang batas D₁ mulai menunjukkan peningkatan yang rendah hingga akhirnya mencapai titik D₂. Titik D₂ menunjukkan titik belok yang merubah tanda *slope* nilai perusahaan dari positif menjadi negatif.
4. *Balancing theory* menganggap struktur modal optimal pada titik D₂ yang mencerminkan *trade-off* antara pemanfaatan utang dengan risiko kebangkrutan. Hal ini mengindikasikan bahwa biaya modal tertimbang menurun sejalan dengan penggunaan utang. Biaya modal tertimbang mencapai titik minimum saat struktur modal berada di titik D₂, kenaikan struktur modal setelah melewati titik D₂ meningkatkan biaya modal tertimbang sehingga struktur modal jadi tidak optimal.
5. Model *balancing theory*, mengindikasikan bahwa struktur modal optimal berkisar antara 30% hingga 60% (Brigham et al, 1999: 376).

Gambar 1
Efek Leverage terhadap Nilai Saham berdasarkan *Balancing Theory*



Implikasi *balancing theory* menurut Brigham et al, (1999: 427-428) adalah:

1. Perusahaan dengan risiko bisnis yang lebih tinggi sebaiknya menggunakan lebih sedikit utang, karena makin tinggi risiko bisnis, peningkatan utang memperbesar beban bunga tetap, sehingga menurunkan laba dan menyebabkan perusahaan mengalami *financial distress*.
2. Perusahaan yang terkena tingkat pajak lebih tinggi memperoleh penghematan pajak lebih tinggi bila menggunakan lebih banyak utang.

b. *Pecking Order Theory* dan *Signaling Theory*

Meyers (1984) berpendapat: keputusan pendanaan berdasarkan *pecking order theory* yang dikemukakan oleh Donaldson pada tahun 1961 mengikuti urutan pendanaan sebagai berikut:

1. Perusahaan lebih menyukai pendanaan dari sumber internal.
2. Perusahaan menyesuaikan target pembayaran dividen terhadap peluang investasi.
3. Kebijakan dividen bersifat *sticky*, fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi berdampak pada aliran kas internal bisa lebih besar atau lebih kecil dari pengeluaran investasi.
4. Bila dana eksternal dibutuhkan, perusahaan memilih sumber dana dari utang karena dipandang lebih aman dari ekuitas. Ekuitas adalah pilihan terakhir dari *pecking order theory* sebagai sumber untuk memenuhi kebutuhan investasi.

c. Relevansi Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Deviden

Kalay (1982) mengemukakan bahwa ada dua mekanisme yang terkait dengan deviden. Pertama *stockholder* dapat mengurangi investasi untuk membayar deviden (*investment financed dividend*). Kedua, *stockholder* dapat memperoleh deviden dari penerbitan utang (*debt financed dividend*). Berdasarkan studi Kalay, terdapat relevansi antara keputusan pendanaan dan keputusan deviden.

Pecking order theory dengan asumsi deviden *sticky* memberikan argumentasi berbeda dengan *agency theory* dan *residual theory of dividend payment*. Deviden bersifat *sticky*, sedang *leverage* bersifat *stochastic* (Myers, 1996). Fluktuasi deviden menjadi relatif rendah, sedangkan target rasio utang tidak terdefinisi dengan baik (*stochastic*), sehingga berfluktuasi tergantung pada peluang investasi dan sumber dana internal yang diperoleh perusahaan. Berdasarkan argumentasi ini kebijakan deviden tidak relevan dengan kebijakan pendanaan.

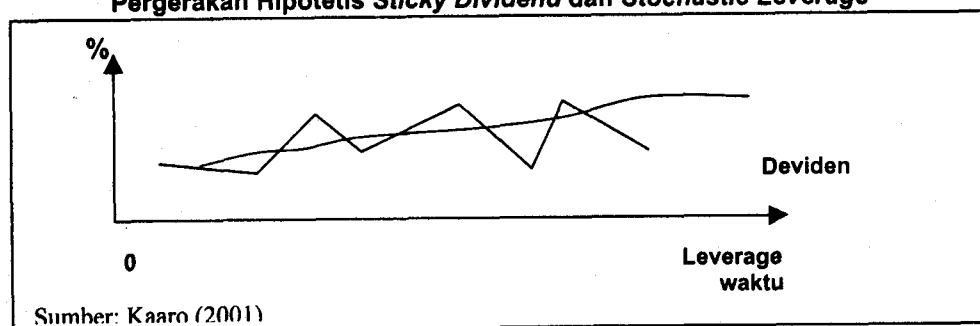
Hipotesis

a. Pengaruh Kebijakan Deviden terhadap Keputusan Pendanaan

Terdapat *inconsistency* antara *trade-off theory* dan *pecking order theory* yang dikemukakan oleh Donalson (Myers, 1984). *Trade-off theory* tidak membedakan urutan pemilihan sumber pendanaan. Ekuitas yang bersumber dari laba ditahan atau dari penerbitan saham baru tidak dibedakan. *Pecking order theory* membedakan ekuitas yang diperoleh dari laba ditahan dan penerbitan saham baru karena urutan prioritas sumber pendanaan menempatkan laba ditahan di posisi paling atas, sedangkan penerbitan saham baru berada pada urutan bawah.

Gambar 2 menunjukkan pergerakan hipotesis deviden yang bersifat *sticky* dan *leverage* yang bersifat *stochastic* menurut *pecking order theory* (Myers, 1996). Tampak bahwa fluktuasi deviden relatif rendah. Di sisi lain, target rasio utang tidak terdefinisi dengan baik (*stochastic*), sehingga berfluktuasi tergantung pada peluang investasi dan sumber dana internal yang diperoleh perusahaan. Berdasarkan argumentasi ini tampak kebijakan deviden tidak relevan dengan kebijakan pendanaan tetapi lebih tepat dipandang sebagai sinyal prospek perusahaan daripada keputusan pendanaan.

Gambar 2
Pergerakan Hipotesis *Sticky Dividend* dan *Stochastic Leverage*



Studi Allen (1993 dalam Addeji 1998) menunjukkan bahwa deviden berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Berdasarkan hasil studi yang tidak konsisten menunjukkan bahwa pengaruh signifikan deviden terhadap *leverage* lebih bersifat semu (*spurious*) dan suatu kebetulan. Berdasarkan argumentasi *pecking order theory*, hipotesis penelitian dinyatakan sebagai berikut (H_1 dalam penelitian ini sama dengan hipotesis nul dalam pengujian secara statistik):

Hipotesis 1: Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap keputusan pendanaan (*leverage*) perusahaan.

b. Profitabilitas

Pecking order theory berargumentasi bahwa sumber internal merupakan pilihan pertama dalam pemenuhan kebutuhan investasi. Semakin besar laba yang ditahan sebagai sumber internal menyebabkan penyebut (*denominator*) dalam struktur modal menjadi semakin besar sehingga tingkat struktur modal perusahaan menjadi semakin rendah. Oleh karena itu profitabilitas cenderung memiliki efek negatif terhadap struktur modal. Berdasarkan pembahasan tersebut, hipotesis penelitian disusun sebagai berikut:

Hipotesis 2: *Return on assets* berpengaruh terhadap *leverage* perusahaan.

c. Pertumbuhan Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan dapat diproksi dari penjualan dan atau total aktiva (Salit dan Sankar, 1975). Perusahaan yang berada pada pertumbuhan penjualan tinggi seringkali membutuhkan dukungan sumber daya organisasi (total aktiva) yang semakin besar, demikian juga sebaliknya, jadi kedua konsep pertumbuhan memiliki hubungan yang positif, tetapi implikasi tersebut dapat memberikan efek yang berbeda terhadap struktur modal.

Studi empiris Barton et al. (1989) menemukan hubungan positif antara pertumbuhan penjualan dengan struktur modal, karena ekuitas digunakan sebagai pembilang, bila ukurannya dibalik, hasil tersebut akan memiliki efek negatif. Hal ini menunjukkan bahwa makin tinggi penjualan dengan asumsi *increasing return to scale*, akan meningkatkan efisiensi perusahaan dan peningkatan penjualan secara konsisten mencerminkan peluang investasi di masa mendatang. Oleh karena itu, makin tinggi laba internal yang ditahan oleh perusahaan dapat meningkatkan penyebut struktur modal.

Hipotesis 3a: *Sales growth* berpengaruh terhadap *leverage* perusahaan.

Hipotesis 3b: *Total assets growth* berpengaruh terhadap *leverage* perusahaan.

d. Peluang Investasi

Salah satu indikator prospek perusahaan adalah intensitas modal (Commanor dan Wilson, 1972), serta Hartono (2000). Intensitas modal mencerminkan seberapa besar modal yang dibutuhkan untuk menghasilkan

penjualan. Variabel ini merupakan indikator prospek perusahaan dalam memperebutkan pasar.

Hipotesis 4: Intensitas modal berpengaruh terhadap *leverage* perusahaan.

Metode Penelitian

Variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian terdiri dari variabel terikat yaitu *leverage* perusahaan yang mencerminkan kebijakan manajemen dalam menentukan proporsi sumber pendanaan. Definisi operasional struktur modal dalam penelitian ini disesuaikan dengan ketersediaan data laporan keuangan perusahaan, yakni merupakan rasio hutang berbeban bunga atau *interest bearing debt* terhadap total aktiva atau IBD.TA (Persamaan 1). Penelitian ini menggunakan total aktiva sebagai penyebut karena selama periode penelitian terdapat banyak perusahaan yang memiliki ekuitas negatif, maka istilah *leverage* lebih tepat digunakan dalam studi ini.

$$IBD.TA_{it} = \frac{IBD_{it}}{TA_{it}}$$

..... [1]

Keterangan:

IBD.TA_{it} = *Leverage* perusahaan ke i periode ke t

IBD_{it} = Hutang berbeban bunga perusahaan ke i periode ke t

TA_{it} = Total aktiva perusahaan ke i pada periode ke t

Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini meliputi kebijakan deviden, profitabilitas, pertumbuhan ukuran perusahaan, dan intensitas modal. Variabel bebas kebijakan deviden diproksi dari *dividend yield* yang dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$DY_{it} = \frac{D_{it}}{P_{it-1}}$$

..... [2]

Keterangan:

DY_{it} = *Dividend yield* dari perusahaan ke i pada periode ke t

D_{it} = Deviden yang dibayarkan perusahaan ke i pada periode ke t

P_{it-1} = Harga saham perusahaan ke i pada periode ke t-1

Variabel profitabilitas diproksi dari *return on assets* (ROA) dan dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$ROA_{it} = \frac{LO_{it}}{TA_{it}} \quad \dots\dots\dots [3]$$

Keterangan:

ROA_{it} = *Return on assets* perusahaan ke i pada periode t

LO_{it} = Laba operasi perusahaan ke i pada periode ke t

TA_{it} = Total aktiva perusahaan ke i pada periode ke t

Pertumbuhan ukuran perusahaan diproksi dari pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan total aktiva. Rasio pertumbuhan penjualan dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$SG_{it} = \frac{S_{it} - S_{it-1}}{S_{it-1}} \quad \dots\dots\dots [4]$$

Keterangan:

SG_{it} = Pertumbuhan penjualan perusahaan ke i pada periode t

S_{it} = Penjualan (*sales*) perusahaan ke i pada periode ke t

S_{it-1} = Penjualan (*sales*) perusahaan ke i pada periode ke t-1

Rasio pertumbuhan total aktiva dihitung berdasarkan rumus sebagai berikut:

$$TAG_{it} = \frac{TA_{it} - TA_{it-1}}{TA_{it-1}} \quad \dots\dots\dots [5]$$

Keterangan:

TAG_{it} = Pertumbuhan total aktiva perusahaan ke i pada periode ke t

TA_{it} = Total aktiva perusahaan ke i pada periode ke t

TA_{it-1} = Total aktiva perusahaan ke i pada periode ke t-1

Rasio intensitas modal (IM) atau *total capital to sales* (TCS) dihitung berdasarkan rumus sebagai berikut:

$$TCS_{it} = \frac{TA_{it}}{S_{it}} \dots\dots\dots [6]$$

Keterangan:

TCS_{it} = Intensitas modal perusahaan ke i pada periode ke t
 TA_{it} = Total aktiva perusahaan ke i pada periode ke t
 S_{it} = Penjualan perusahaan ke i pada periode ke t-1

Sampel dan Data

Sampel yang digunakan adalah perusahaan manufaktur yang *go public* di Indonesia. Berdasarkan analisis pendahuluan ada beberapa perusahaan yang dikeluarkan dari sampel penelitian karena data yang dibutuhkan sangat tidak wajar. Terdapat 83 perusahaan yang memenuhi syarat untuk dianalisis lebih lanjut setelah data *outlier* dikeluarkan dari sampel. Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah laporan keuangan perusahaan dari 1994-1999 yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*.

Teknik Analisis

Teknik analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda. Model analisis regresi untuk kedua periode tersebut adalah sebagai berikut:

$$IBD.TA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DY_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SG_{it} + \beta_4 TAG_{it} + \beta_5 IM_{it} + u_{it}$$

Keterangan:

$IBD.TA_{it}$ = *Interest bearing debt to total assets* perusahaan ke i periode t
 DY = Penghasilan deviden
 ROA_{it} = *Return on assets* perusahaan ke i ke i periode ke t
 SG_{it} = Pertumbuhan penjualan perusahaan ke i periode ke t
 TAG_{it} = Pertumbuhan total aktiva perusahaan ke i periode ke t
 IM_{it} = Intensitas modal perusahaan ke i periode ke t
 β = Koefisien parameter
 u_{it} = Kesalahan pengganggu

Analisis regresi dalam studi menggunakan teknik *Newey-West HAC Standard Errors & Covariance* dengan *lag truncation* 3. Teknik analisis ini dapat mereduksi persoalan heteroskedastisitas dan autokorelasi dalam model-model regresi linier. Berdasarkan pertimbangan tersebut, pengujian penyimpangan asumsi klasik dalam studi ini ditekankan pada efek multikolinearitas dalam model analisis.

Berdasarkan pertimbangan tersebut, tingkat multikolinearitas dalam model regresi perlu diuji untuk memastikan bahwa hasil estimasi dari model *ordinary*

least square (OLS) memberikan kesimpulan hasil yang tidak menyesatkan. Pengujian multikolinearitas diuji dengan *condition index* dan *variance inflating factor* (VIF). Nilai *condition index* lebih dari 30 mengindikasikan bahwa dalam model regresi terdapat multikolinearitas yang tinggi, serta nilai VIF lebih dari 10 mengindikasikan bahwa dalam model OLS terdapat multikolinearitas yang tinggi, demikian pula sebaliknya (Gujarati, 1995: 338-339).

Pengujian Hipotesis

Hipotesis penelitian diuji dengan menggunakan uji t dan uji F. Uji t digunakan untuk menguji pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat secara parsial, sedang uji F untuk menguji pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat secara simultan, serta untuk menguji signifikansi R^2 (Gujarati, 1995: 249). Uji t dan uji F menggunakan alat bantu program statistik SPSS for windows release 10.0.

Gambaran Umum Variabel Penelitian

Bagian ini membahas secara deskriptif masing-masing variabel analisis. Analisis statistik deskriptif yang digunakan meliputi *mean*, deviasi standar, nilai maksimum dan minimum serta *range* nilai variabel dari minimum dan maksimum. Tabel 1 menunjukkan statistik deskriptif variabel *interest bearing debt to total assets* (IBDTA) dari periode analisis 1995 dan 1999. Pola *leverage* menunjukkan peningkatan dari 1995 hingga mencapai puncaknya tahun 1998 dan mengalami penurunan pada tahun 1999. Lompatan peningkatan IBDTA tertinggi terjadi pada masa awal krisis 1997. Ada dua penjelasan dari peningkatan tersebut, yaitu di masa sebelum krisis, manajer memandang bahwa penggunaan utang memiliki efek yang menguntungkan karena terdapat penghematan pajak sehingga ada kecenderungan meningkatkan penggunaan utang. Di masa krisis, risiko kebangkrutan meningkat dan reaksi manajer tidak dapat dilakukan dalam jangka pendek karena IBDTA merupakan komponen sumber pendanaan jangka panjang. Reaksi tersebut tercermin dari pergerakan utang yang mengalami penurunan pada tahun 1999.

Tabel 1
Deskripsi Variabel Interest Bearing Debt to Total Assets (IBDTA)

Statistik	1995	1996	1997	1998	1999	Agregat
Mean	0.3773	0.4508	0.6065	0.7452	0.7156	0.5791
Std. Deviation	0.2591	0.1753	0.2355	0.5496	0.7337	0.4666
Minimum	-1.3100	0.0200	0.0400	0.0500	0.0200	-1.3100
Maximum	0.8000	1.0400	1.4900	4.8100	6.5200	6.5200
Range	2.1100	1.0200	1.4500	4.7600	6.5100	7.8400

Kedua, krisis ekonomi pada periode 1997 diikuti dengan depresiasi rupiah terhadap mata uang asing. Banyak perusahaan di Indonesia menggunakan utang luar negeri yang dilakukan pada kondisi ekonomi normal tanpa melakukan *hedging*, sehingga peningkatan kurs tukar rupiah terhadap dolar Amerika menyebabkan nilai utang dalam rupiah mengalami peningkatan yang substansial

meskipun tidak ada perubahan kebijakan pendanaan pada periode krisis. Perbedaan nilai minimum dan maksimum yang semakin lebar mengindikasikan pula bahwa dampak krisis tidak *homogen* pada semua perusahaan. Beberapa perusahaan mampu mempertahankan penggunaan utang yang relatif rendah, sedangkan perusahaan lain makin kesulitan mengendalikan tingkat utangnya.

Tabel 2 menunjukkan statistik deskriptif variabel *dividend yield* (DY) dari periode analisis 1995 dan 1999. Pembayaran deviden menunjukkan pola yang tidak teratur, namun secara tegas dapat dilihat perbedaan pada kondisi ekonomi normal dengan ekonomi krisis. DY pada ekonomi normal relatif lebih tinggi dibandingkan pada ekonomi krisis. Penurunan pada periode 1996 menjadi indikator bahwa prospek di masa mendatang memburuk tercermin dari penurunan yang tinggi pada kondisi krisis. Tahun 1998 DY meningkat, tetapi hal tersebut masih belum menjawab konsistensi *signaling theory* karena polanya relatif belum terefleksikan dengan baik pada tahun 1999. Oleh karena itu, kebijakan deviden masih belum memberikan implikasi yang jelas. Hasil tersebut juga tampak pada pola data pembayaran deviden dari minimum dan maksimum yang menunjukkan bahwa dalam kondisi ekonomi normal juga terdapat perusahaan yang tidak membayarkan deviden. Deviasi standar yang relatif lebar dibanding nilai *mean*nya mengindikasikan bahwa tidak ada *homogenitas* kebijakan deviden pada masing-masing perusahaan.

Tabel 2
Deskripsi Variabel *Dividend Yield* (DY)

Statistik	1995	1996	1997	1998	1999	Agregat
Mean	4.5195	3.1910	0.3611	1.3792	1.3546	2.1611
Std. Deviation	5.5929	2.8787	1.6210	4.6405	2.3951	3.9987
Minimum	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Maximum	32.8700	11.5200	10.9100	33.3300	11.6500	33.3300
Range	32.8700	11.5200	10.9100	33.3300	11.6500	33.3300

Tabel 3 menunjukkan statistik deskriptif variabel *return on assets* (ROA) dari periode analisis 1995 dan 1999. ROA menunjukkan pola yang tidak teratur, efek krisis ekonomi terhadap profitabilitas juga tidak terlalu substansial. Pada kondisi ekonomi normal, terdapat perusahaan yang mengalami kerugian atau memiliki ROA negatif yang cukup besar (-0,16 tahun 1995 dan -0,25 tahun 1996), hal ini memunculkan dugaan terdapat upaya manajer melakukan *earning management* dengan mengatur *discretionary accrual*, sehingga efek krisis ekonomi direduksi oleh perilaku manajer dalam mengatur pelaporan keuangan. Hasil ini mengindikasikan efek krisis ekonomi tidak homogen di perusahaan sampel, ada perusahaan yang diuntungkan dalam kondisi ini (nilai ROA meningkat maksimum).

Tabel 3
Deskripsi Variabel Return on Assets (ROA)

Statistik	1995	1996	1997	1998	1999	Agregat
Mean	0.1126	0.0980	0.0773	0.1047	0.1094	0.1004
Std. Deviation	0.0933	0.0921	0.0926	0.1237	0.1317	0.1083
Minimum	-0.1600	-0.2500	-0.2900	-0.2000	-0.2000	-0.2900
Maximum	0.4700	0.4400	0.3700	0.3900	0.4800	0.4800
Range	0.6300	0.6900	0.6600	0.5800	0.6700	0.7700

Tabel 4 menunjukkan statistik deskriptif variabel *sales growth* (SG) dari periode analisis 1995 dan 1999. SG menunjukkan pola yang tidak teratur sama dengan ROA, efek krisis ekonomi terhadap SG tidak tampak secara beraturan. Pada kondisi ekonomi normal, terdapat perusahaan yang mengalami pertumbuhan penjualan yang sangat rendah atau penurunan penjualan (-0,87 pada periode 1995 dan -0,65 pada periode 1996). Penurunan ini sedikit lebih rendah daripada kondisi ekonomi krisis. Efek krisis ekonomi bersifat *sequential*, yakni tidak terjadi pada periode 1997 melainkan pada periode 1998 dan 1999, hal ini tampak pada tingkat SG minimum yang mencapai 100% dan 90% pada periode pertama (1998) dan kedua (1999) setelah awal krisis (1997).

Tabel 4
Deskripsi Variabel Sales Growth (SG)

Statistik	1995	1996	1997	1998	1999	Agregat
Mean	0.3223	0.3979	0.3495	0.7656	0.1131	0.3897
Std. Deviation	0.3360	1.1423	1.6161	1.4448	0.3850	1.1339
Minimum	-0.8700	-0.6300	-0.5000	-1.0000	-0.9000	-1.0000
Maximum	1.6600	8.2100	14.6900	11.4200	1.1300	14.6900
Range	2.5200	8.8400	15.1900	12.4200	2.0300	15.6800

Tabel 5 menunjukkan statistik deskriptif variabel *total assets growth* (TAG) dari periode analisis 1995 dan 1999. TAG menunjukkan pola yang lebih teratur dibanding pola ROA dan SG, efek krisis ekonomi terhadap rata-rata TAG bersifat *sequential*. Pertumbuhan total aktiva pada periode setelah 1997 lebih rendah dibanding pada periode ekonomi normal. Pada sisi lain, terdapat variabilitas TAG pada kondisi ekonomi normal justru lebih tinggi daripada kondisi ekonomi krisis

Tabel 5
Deskripsi Variabel Total Assets Growth (TAG)

Statistik	1995	1996	1997	1998	1999	Agregat
Mean	0.3098	0.3820	0.6359	0.2171	0.0170	0.3124
Std. Deviation	0.4061	1.2319	1.3065	0.3662	0.1662	0.8629
Minimum	-0.3100	-0.4400	-0.2400	-1.0000	-0.3200	-1.0000
Maximum	2.3300	10.7300	10.0300	1.6200	0.4800	10.7300
Range	2.6400	11.1600	10.2700	2.6200	0.8000	11.7300

Tabel 6 menunjukkan statistik deskriptif variabel *total capital to sales* (TCS) dari periode analisis 1995 dan 1999. TCS menunjukkan pola yang lebih teratur dibanding pola ROA dan SG, efek krisis ekonomi terhadap TCS tampak secara jelas. Nilai *mean* TCS cenderung meningkat tajam pada periode ekonomi krisis mengindikasikan bahwa perusahaan mengalami kesulitan dalam memperoleh penerimaan. Pada kondisi ekonomi krisis, perusahaan membutuhkan lebih besar sumber daya untuk mendapatkan setiap unit penjualan dibandingkan pada kondisi ekonomi normal. Variabilitas TCS pada kondisi ekonomi krisis juga lebih tinggi dibandingkan pada kondisi ekonomi normal. Hasil ini menunjukkan bahwa dampak krisis ekonomi mengurangi daya tarik bisnis.

Tabel 6
Deskripsi Variabel Total Assets to Sales (TCS)

Statistik	1995	1996	1997	1998	1999	Agregat
Mean	1.5356	1.6614	2.1714	1.9328	1.9695	1.8541
Std. Deviation	0.9572	1.1037	1.8154	1.8388	2.7115	1.8037
Minimum	-0.7900	0.3700	0.4200	0.1000	0.1400	-0.7900
Maximum	5.7400	5.8600	11.6600	10.6800	22.1600	22.1600
Range	6.5200	5.4900	11.2400	10.5900	22.0300	22.9500

Pembahasan Hasil Penelitian

Pengujian hipotesis penelitian didukung model regresi *Newey-West* dengan basis analisis data per periode yang dipandang dapat mereduksi persoalan dua penyimpangan asumsi *ordinary least square*: heteroskedastisitas dan autokorelasi. Penyimpangan multikolinearitas dalam model dideteksi dengan menggunakan teknik *variance inflating factor* (VIF). Nilai VIF kurang dari 10 mengindikasikan bahwa model regresi tidak terdapat multikolinearitas yang serius.

Tabel 7 menunjukkan hasil ringkasan analisis regresi berbasis data 1995. Hasil analisis menunjukkan bahwa tidak satupun variabel bebas yang memiliki pengaruh signifikan terhadap IBDTA. Ada beberapa penjelasan dari fenomena tersebut. Pertama, *heterogenitas* perusahaan sampel yang terdiri dari berbagai sub industri manufaktur yang memiliki karakteristik yang berbeda, penyelidikan lebih lanjut tidak dimungkinkan karena keterbatasan data observasi untuk masing-masing sub industri manufaktur. Kedua, perilaku *earning management* yang mungkin dilakukan manajemen sehingga menyebabkan variabel-variabel relevan tidak mampu memberikan penjelasan secara signifikan. Ketiga, studi ini tidak membahas efek ukuran perusahaan dalam model. Keempat, terdapat variabel lain di luar studi yang membawa implikasi pada keputusan pendanaan seperti persoalan keagenan dan aspek makro ekonomi (seperti kebijakan moneter dan fiskal).

Tabel 7
Model Regresi IBDTA dengan Teknik Newey-West HAC Standard Errors & Covariance (lag truncation=3) Periode 1995, N = 83

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	VIF
C	0.335306	0.120875	2.773997	0.0069	
DY	-0.003518	0.002729	-1.288900	0.2013	1.1830
ROA	0.094454	0.275150	0.343280	0.7323	1.1930
SG	0.069995	0.085347	0.820113	0.4147	1.2700
TAG	-0.067224	0.084570	-0.794896	0.4291	1.3100
TCS	0.029649	0.057799	0.512972	0.6094	1.0640
R ²	0.023317	F-statistic		0.367654	
Adjusted R ²	-0.040104	Prob(F-statistic)		0.869258	

Tabel 8 menunjukkan hasil ringkasan analisis regresi berbasis data 1996. Analisis periode 1996 memberikan penjelasan yang lebih baik daripada periode 1995. Variabel pertumbuhan SG dan TAG berpengaruh signifikan terhadap IBDTA, sedang variabel lain tidak memberikan kontribusi signifikan.

Secara keseluruhan hasil analisis menunjukkan pada periode 1995 dan 1996 yang mencerminkan kondisi ekonomi normal, kebijakan deviden terbukti tidak relevan untuk menjelaskan keputusan pendanaan. Hasil ini mendukung *pecking order theory* bahwa deviden bersifat *sticky*, sedang ROA dan TCS sebagai indikator lain dari *pecking order theory* terbukti tidak mampu menjelaskan perilaku manajer dalam membuat keputusan pendanaan.

Tabel 8
Model Regresi IBDTA dengan Teknik Newey-West HAC Standard Errors & Covariance (lag truncation=3) Periode 1996, N = 83

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	VIF
C	0.462896	0.084135	5.501826	0.0000	
DY	0.003904	0.006509	0.599692	0.5505	1.1250
ROA	-0.370357	0.361771	-1.023732	0.3092	1.2360
SG	-0.036220	0.006897	-5.251649	0.0000	1.3610
TAG	0.028270	0.006482	4.361350	0.0000	1.5900
TCS	0.009220	0.019169	0.480979	0.6319	1.4150
R ²	0.123840	F-statistic		2.176691	
Adjusted R ²	0.066946	Prob(F-statistic)		0.065293	

Tabel 9 menunjukkan hasil ringkasan analisis regresi berbasis data 1997. Analisis periode 1997 memberikan penjelasan yang lebih baik dibandingkan periode 1995 dan periode 1996. Semua variabel terbukti berpengaruh signifikan terhadap IBDTA. Hasil ini sangat mengejutkan karena pada kondisi yang *turbulent*, perilaku manajer dalam mengambil keputusan pendanaan justru lebih mudah diidentifikasi dibandingkan kondisi yang relatif tidak bergejolak.

Pada analisis data 1997, DY berpengaruh negatif terhadap IBDTA, hal ini konsisten dengan prediksi *signaling theory* bahwa deviden negatif merupakan *bad news* dan prediksi *pecking order theory* bahwa perubahan deviden yang bersifat

sticky membawa implikasi yang relatif tetap pada periode selanjutnya. Dampak negatif ROA terhadap IBDTA juga konsisten dengan prediksi *pecking order theory* bahwa manajer lebih memilih menggunakan sumber internal dalam mendanai investasi perusahaan. Dampak SG dan TAG walaupun signifikan terhadap IBDTA, namun memiliki pola yang terbalik dengan hasil analisis pada periode 1996, ini menunjukkan bahwa krisis ekonomi memiliki dampak terhadap perubahan struktur regresi sehingga hal ini membutuhkan pengujian stabilitas struktur regresi antar periode. Dampak positif SG terhadap IBDTA mengindikasikan bahwa dibutuhkan lebih banyak utang untuk mendorong penjualan, ini juga dimungkinkan karena kebutuhan sumber internal masih belum mencukupi sehingga penggunaan utang diperlukan untuk perluasan area pasar. Dampak negatif TAG terhadap IBDTA mengindikasikan bahwa peningkatan pertumbuhan total *asset* lebih banyak didanai oleh sumber internal.

Tabel 9
Model Regresi IBDTA dengan Teknik Newey-West HAC Standard Errors & Covariance (lag truncation=3) Periode 1997, N = 83

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	VIF
C	0.655380	0.062817	10.43310	0.0000	
DY	-0.041744	0.004276	-9.762488	0.0000	1.0200
ROA	-0.986673	0.341918	-2.885697	0.0051	1.1420
SG	0.064948	0.015764	4.120084	0.0001	4.5610
TAG	-0.087357	0.022257	-3.925021	0.0002	5.4720
TCS	0.034697	0.013097	2.649282	0.0098	2.1700
R ²	0.338538	F-statistic		7.881754	
Adjusted R ²	0.295586	Prob(F-statistic)		0.000005	

Tabel 10 menunjukkan hasil ringkasan analisis regresi berbasis data 1998. Hasil analisis periode 1998 memberikan penjelasan yang lebih buruk dibandingkan periode 1997. Hanya variabel DY yang terbukti berpengaruh signifikan dalam menjelaskan IBDTA. DY dan ROA berpengaruh negatif terhadap IBDTA, hasil ini konsisten dengan hasil periode 1997. Interpretasi DY dan ROA dalam hasil analisis ini relatif sama dengan analisis pada periode 1997.

Dampak yang tidak signifikan dari variabel bebas yang lain menunjukkan bahwa perilaku manajer mulai tidak mudah terdeteksi seperti halnya pada kondisi ekonomi normal. Hal ini menunjukkan manajer memiliki harapan bahwa fenomena krisis di tahun 1997 tidak membawa efek berkepanjangan sehingga mereka cenderung menunjukkan perilaku yang sama dengan kondisi ekonomi normal. Kondisi 1997 cenderung menunjukkan perilaku *shock* dari manajer terhadap suatu *event* yang terjadi secara mendadak dan sangat kuat.

Tabel 10
Model Regresi IBDTA dengan Teknik Newey-West HAC Standard Errors & Covariance (lag truncation=3) Periode 1998, N = 83

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	VIF
C	0.980613	0.277401	3.535002	0.0007	
DY	-0.012709	0.006307	-2.015064	0.0474	1.075
ROA	-1.265976	1.138147	-1.112313	0.2695	1.343
SG	0.011381	0.046664	0.243900	0.8080	1.113
TAG	-0.232340	0.171402	-1.355526	0.1792	1.156
TCS	-0.022592	0.052892	-0.427134	0.6705	1.302
R ²	0.144566	F-statistic		2.602554	
Adjusted R ²	0.089018	Prob(F-statistic)		0.031485	

Tabel 11 menunjukkan hasil ringkasan analisis regresi berbasis data 1999. Hasil analisis periode 1999 memberikan penjelasan yang lebih baik dibandingkan periode 1998 tetapi lebih lemah dibandingkan periode 1997. Variabel DY, ROA, dan TAG terbukti berpengaruh signifikan dalam menjelaskan IBDTA. Interpretasi hasil analisis ini sama dengan hasil analisis pada periode 1997.

Tabel 11
Model Regresi IBDTA dengan Teknik Newey-West HAC Standard Errors & Covariance (lag truncation=3) Periode 1999, N = 83

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	VIF
C	0.934559	0.180312	5.183015	0.0000	
DY	-0.035903	0.014086	-2.548917	0.0128	1.366
ROA	-1.038951	0.407720	-2.548199	0.0128	1.658
SG	-0.038538	0.140929	-0.273460	0.7852	1.374
TAG	-0.956011	0.506163	-1.888741	0.0627	1.336
TCS	-0.018306	0.028926	-0.632853	0.5287	1.166
R-squared	0.163484	F-statistic		3.009697	
Adjusted R-squared	0.109165	Prob(F-statistic)		0.015565	

Hasil analisis pada kondisi ekonomi krisis relatif lebih baik dibandingkan kondisi ekonomi normal. Ini menunjukkan bahwa perilaku manajer lebih mudah diprediksi pada kondisi bergejolak dibanding pada kondisi normal. Ini menunjukkan dampak kebijakan deviden terhadap keputusan pendanaan lebih dapat dijelaskan pada kondisi yang bergejolak dibandingkan kondisi normal, secara implisit menunjukkan jika kondisi ekonomi memburuk menekan manajer untuk memberikan sinyal negatif melalui perubahan/penurunan kebijakan deviden. Hal ini konsisten dengan *pecking order theory* bahwa perubahan kebijakan deviden dilakukan secara relatif permanen.

Tabel 12 adalah uji stabilitas model regresi antar periode dengan menggunakan *Chow test*, yang menunjukkan kedua model regresi pada periode normal 1995 dan 1996 memberi simpulan yang sama yaitu kedua model regresi memiliki struktur yang stabil. Perbedaan terjadi antara model regresi pada periode

1996 dan 1997. Hasil signifikan menunjukkan kedua periode memiliki struktur regresi yang tidak stabil. Perbedaan struktur regresi pada periode yang mencerminkan kondisi ekonomi krisis juga tidak signifikan hal ini mengindikasikan awal krisis ekonomi tahun 1997 membawa implikasi pada perbedaan struktur regresi di masing-masing kondisi ekonomi.

Tabel 12
Uji Stabilitas Struktur Regresi Antar Periode Analisis dengan Uji Chow

Perbedaan Struktur Regresi Periode 1995 dengan Periode 1996			
F-statistic	1.219155	Probability	0.299347
Log likelihood ratio	7.703388	Probability	0.260649
Perbedaan Struktur Regresi Periode 1996 dengan Periode 1997			
F-statistic	5.957594	Probability	0.000013
Log likelihood ratio	34.64942	Probability	0.000005
Perbedaan Struktur Regresi Periode 1997 dengan Periode 1998			
F-statistic	1.928347	Probability	0.079551
Log likelihood ratio	12.02536	Probability	0.061405
Perbedaan Struktur Regresi Periode 1998 dengan Periode 1999			
F-statistic	0.712108	Probability	0.640348
Log likelihood ratio	4.542847	Probability	0.603631

Simpulan

Penelitian ini menganalisis pengaruh kebijakan deviden dan variabel-variabel yang menjadi proksi *pecking order theory* terhadap keputusan pendanaan. Hasil analisis regresi per periode dari 1995 hingga 1999 dengan menggunakan teknik *Newey-West* memberikan hasil yang bervariasi yaitu

1. Perilaku manajer dalam membuat keputusan pendanaan saat kondisi ekonomi normal lebih sulit diprediksi daripada saat kondisi ekonomi krisis.
2. Variabel-variabel bebas yang meliputi kebijakan deviden, *return on assets*, *sales growth*, *total assets growth*, dan *total capital to sales* memberikan hasil yang sesuai dengan prediksi *pecking order theory* dalam menjelaskan keputusan pendanaan, tetapi sebagian hasil menunjukkan bahwa signifikansi pengaruh variabel tersebut terhadap keputusan pendanaan tidak konsisten.
3. Pengaruh kebijakan deviden terhadap keputusan pendanaan hanya terjadi secara konsisten pada kondisi ekonomi krisis. Berdasarkan hasil ini dapat disimpulkan bahwa perilaku manajer dalam memberikan sinyal lebih kuat pada *bad news* daripada *good news*.
4. Berdasar uji *Chow*, struktur model regresi dalam (*within*) periode ekonomi normal terbukti tidak berbeda atau hasil analisis regresi periode 1995 dan 1996 terbukti stabil.
5. Berdasarkan uji *Chow* dan asumsi *transitivity*, struktur model regresi dalam (*within*) periode ekonomi krisis terbukti tidak berbeda atau hasil analisis regresi periode 1997, 1998, dan 1999 terbukti stabil.

6. Berdasarkan uji Chow, struktur model regresi antara (*between*) periode ekonomi normal dengan periode ekonomi krisis terbukti berbeda secara signifikan atau hasil analisis regresi periode ekonomi normal dengan periode ekonomi krisis terbukti tidak stabil.

Saran

Hasil penelitian ini bermanfaat bagi investor dalam mendeteksi perilaku manajer dalam membuat keputusan pendanaan. Hasil studi menunjukkan bahwa pada kondisi ekonomi normal, perilaku manajer cenderung sulit diprediksikan berdasarkan indikator-indikator utama yang relevan, berdasarkan hasil penelitian tampak bahwa perilaku manajer justru mudah teridentifikasi pada kondisi yang *turbulent*. Hal ini mengindikasikan bahwa manajer berusaha mengurangi resiko kegagalan perusahaan yang berpotensi terjadi saat kondisi ekonomi krisis, sehingga mereka berusaha melakukan tindakan yang relevan dengan prediksi teori. Terdapat dua hal yang harus dipertimbangkan investor atau *shareholder* dalam mengendalikan perilaku manajer agar konsisten dengan tujuan perusahaan untuk memaksimalkan kemakmuran pemilik. Pertama, *shareholder* perlu menekan manajer untuk memenuhi pembayaran dividen sehingga mendorong manajer mencari sumber pendanaan melalui utang. Kedua, bagi investor luar yang tidak memiliki kontrol langsung terhadap manajer, mereka harus dapat membedakan sinyal positif atau negatif atau tidak ada informasi yang disampaikan oleh manajer melalui keputusan pendanaan yang dilakukan.

Hasil studi juga memiliki implikasi bagi studi lebih lanjut, terutama berkaitan dengan beberapa aspek penting yang belum dikaji serta belum terjawab secara memuaskan dalam penelitian ini.

1. Penelitian ini menunjukkan bahwa dividen lebih relevan dalam menjelaskan keputusan pendanaan pada kondisi yang *turbulent* dibandingkan pada kondisi yang normal. Di sisi lain Easterbrook (1984) menunjukkan bahwa terdapat kemungkinan *causal order relationship* antar kedua kebijakan.

2. Penelitian ini mengabaikan efek ukuran perusahaan yang mungkin mempengaruhi keputusan pendanaan. Beberapa teori yang mendasari perbedaan berargumentasi bahwa perusahaan dengan ukuran lebih besar memiliki akses mendapatkan sumber pendanaan dari berbagai sumber secara lebih mudah dibandingkan perusahaan dengan ukuran yang lebih kecil. Perusahaan dengan ukuran besar juga memiliki probabilitas lebih besar untuk memenangkan persaingan atau bertahan dalam industri dibandingkan perusahaan skala kecil. Pada sisi lain, perusahaan skala kecil lebih fleksibel dalam menghadapi ketidakpastian karena perusahaan besar cenderung birokratis dan lamban dalam bereaksi terhadap perubahan yang mendadak (Gale, 1972).

3. Penelitian ini tidak mempertimbangkan efek *heterogenitas* perusahaan manufaktur yang memiliki tingkat konsentrasi dan karakteristik yang berbeda untuk setiap sub industri. Hal ini dapat membawa efek pada variabilitas data yang lebar sehingga perilaku manajer dalam pengambilan keputusan pendanaan menjadi tidak dapat dianalisis secara akurat.

4. Hasil studi juga menunjukkan bahwa terdapat kemungkinan persoalan keagenan yang ternyata belum dipertimbangkan dalam studi ini.

5. Keputusan pendanaan yang menjadi fokus dalam studi ini masih memerlukan verifikasi terhadap *value of the firm*. Penelitian ini hanya didasarkan pada asumsi yang mendukung proposisi bahwa keputusan pendanaan relevan dalam menjelaskan nilai perusahaan, tetapi tidak menguji asumsi tersebut secara eksplisit.

D a f t a r P u s t a k a .

- Barton, S.L., N.C. Hill, and S. Sundaram. 1989. An Empirical Test of Stakeholder Theory Prediction of Capital Structure. *Financial Management*, Spring: 36-44.
- Baskin, J. 1989. An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. *Financial Management*, Spring: 26-35.
- Bayless, M.E., and J.D. Diltz. 1994. Securities offering and Capital Structure Theory. *Journal of Business Finance and Accounting*, 21 (1): 77-91.
- Black, F. 1976. The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2. Winter: 5-8.
- Brigham, E.F., L.C. Gapenski, and P.R. Dave. 1999. *Intermediate Financial Management*. Sixth Edition. The Dryden Press. Harcourt Brace College Publisher.
- Chang, R.P., and S.G. Rhee. 1989. The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions. *Financial Management*, Summer: 21-31.
- Copeland, T.E., and J.F. Weston. 1988. *Financial Theory and Corporate Policy*. Third Edition. Massachusetts: Addison -Wesley Publishing Company.
- Easterbrook F.H. 1984. Two Agency-Cost Explanation of Dividends. *American Economic Review*, 74. (4), September: 650-659.
- Gale, B.T. 1972. Market Share and Rate of Return. *Review of Economic and Statistics*, November: 412-423.
- Gitman, L.G. 1994. *Principal of Managerial Finance*. Seventh Edition. New York: Harper Collins College Publisher.
- Hartono, Jogyianto. 2000. *An Agency-cost Explanation for Dividend Payment*. Working Paper: Gadjah Mada University.

- Kaaro, Hermeindito. 2001. Analisis Leverage dan Dividen dalam Lingkungan Ketidakpastian: Pendekatan Pecking Order Theory dan Balancing Theory. Makalah dipresentasikan dalam *Simposium Nasional Akuntansi IV*. Bandung, 30-31 Agustus 2001.
- Kalay, A. 1982. Stockholder-Bondholder Conflict and Dividend Constraints. *Journal of Financial Economics*, 10 (2), July: 211-233.
- Meggison, W.L. 1997. *Corporate Financial Theory*. Massachusetts: Addison Wesley.
- Miller, M.H., and K. Rock. 1985. Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40: 1031-1052.
- Modigliani F., and M.H. Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *The American Economic Review*, 13 (3): 261-297.
- Myers, S.C. 1984. Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39. (3), July: 575-592.
- _____. 1996. Still Search for Optimal Capital Structure; From Cooley, Philip, L(Editor). *Advance in Business Financial Management*. Second Edition. Philadelphia: The Dryden Press. Harcourt Brace College Publisher: 147-164.
- Taggart, R., Jr. 1980. Taxes and Corporate Capital Structure of the Firm. *Journal of Finance*, 35. (1), March: 119-127.